

华帝股份（002035）

份额稳步扩张，盈利改善兑现

事件：公司发布财报，2023 年实现收入 62.3 亿元，同比+7.12%，归母净利润 4.5 亿元，同比+212.5%，扣非后归母净利润 4.1 亿元，同比+362.75%。其中，23Q4 公司实现收入 18.0 亿元，同比+15.54%，归母净利润 0.9 亿元（22Q4 为-1.4 亿元），扣非归母净利润 0.7 亿元（22Q4 为-1.7 亿元）。24Q1 公司实现收入 13.8 亿元，同比+15.60%，归母净利润 1.2 亿元，同比+34.61%，扣非归母净利润 1.2 亿元，同比+50.73%。23 年拟每 10 股派发现金股利 3 元（含税），合计拟派发现金红利 2.5 亿元，分红比例 56%。

C 端表现持续亮眼，24 年海外收入或转向恢复性增长。根据奥维云网推总数据显示，2023 年厨卫刚需品类（烟、灶、电热、燃热）零售量 6987 万台，同比增长 0.1%，零售额 998 亿元，同比增长 6.5%。公司 23 年国内零售端业务（线上线下）均实现双位数增长，大幅跑赢行业。23 年分渠道看，下沉贡献增长，外销及工程拖累整体表现：线下渠道实现营业收入 28.34 亿元，同比+10.9%；线上渠道实现营业收入 21.9 亿元，同比+23.449%；工程渠道收入 5.0 亿元，同比-20.0%；海外渠道收入 6.3 亿元，同比-20.0%。23 年分品类，烟机收入 25.7 亿元，同比+21.6%；灶具收入 14.6 亿元，同比+6%；热水器 11.4 亿元，同比-5.6%；集成灶收入 0.9 亿元，同比+23.3%；集成烹饪中心实现收入 0.4 亿元，创造新的增长动力。我们预计 24Q1 公司国内零售端业务有望延续双位数增长，海外低基数下增速有所改善，工程渠道或延续承压。

盈利能力改善，减值风险释放。23 年毛利率同比+2.7pcts 至 42.2%，我们预计主要与公司产品结构升级、低毛利率的工程和海外渠道占比下降有关。费用端基本稳定，公司 23 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.7%/4.5%/4.0%/-0.2%，分别同比+0.4/+0.2/-0.5/+0.0pcts。叠加年度减值金额减少，公司 23 年归母净利率同比+4.7pcts 至 7.2%。24Q1 毛利率同比+2.2pcts 至 41.9%。费用端，公司 24Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.1%/4.7%/4.7%/-0.3%，分别同比+1.9/-1.0/-0.5/-0.4pcts，最终 Q1 归母净利率同比+1.3pcts 至 9.0%。后续盈利改善的来源：1) 公司产品端迭代加快、内部结构升级，23 年推出了华帝集成烹饪中心、蒸烤一体机、新一代分人浴燃气热水器、华帝炬焰灶、华帝快拢吸超薄烟机 E6090HS、集成灶 PY55、巨能洗碗机 B7 等新品，支撑渠道销售；2) 线下渠道扁平化架构转型推进，有望增厚渠道和公司利润、提升品牌终端竞争力；3) 切实提升公司规范运作水平及公司治理有效性，完善核心专业人才团队的组建工作；4) 加速数字化、智能化转型升级，积极寻求降本增效；5) 持续完善工程风控体系，聚焦应收款回流速度，改善库存提升资金效益。

投资建议：公司愈加注重品牌形象升级、渠道管理能力提升，各渠道产品推新形成竞争力，发力集成灶、集成烹饪中心等新品丰富产品矩阵。我们看好公司在理顺渠道和加强治理的过程中修炼内功，在多品类和多品牌矩阵中持续发掘增长潜力，在渠道扁平化、产品高端化和生产智能化过程中实现更优质的盈利。预计公司 24-26 年归母净利润 6.4/7.4/8.5 亿元（24-25 年前值 6.1/6.9 亿元，考虑 Q1 毛利率大幅改善调升全年盈利预期），对应 PE 9.2x/8.0x/6.9x，维持“买入”评级。

风险提示：产品销售不及预期；渠道网点开拓不及预期；原材料价格上涨的风险；房地产市场波动的风险；市场竞争加剧的风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,818.51	6,232.58	6,905.70	7,672.23	8,516.18
增长率(%)	4.13	7.12	10.80	11.10	11.00
EBITDA(百万元)	739.65	937.60	431.18	831.00	1,095.67
归属母公司净利润(百万元)	143.09	447.15	642.88	741.66	854.73
增长率(%)	(30.98)	212.50	43.77	15.37	15.25
EPS(元/股)	0.17	0.53	0.76	0.87	1.01
市盈率(P/E)	41.47	13.27	9.23	8.00	6.94
市净率(P/B)	1.80	1.63	1.46	1.30	1.13
市销率(P/S)	1.02	0.95	0.86	0.77	0.70
EV/EBITDA	3.27	2.30	7.14	3.01	2.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/厨卫电器
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	847.65
流通 A 股股本(百万股)	780.52
A 股总市值(百万元)	5,933.58
流通 A 股市值(百万元)	5,463.66
每股净资产(元)	4.33
资产负债率(%)	47.25
一年内最高/最低(元)	7.60/4.68

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sungqiana@tfzq.com

宗艳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522070002
zongyan@tfzq.com

赵嘉宁 联系人
zhaojianing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《华帝股份-公司点评:Q4 收入增长亮眼，盈利改善有望持续》 2024-01-31
- 2 《华帝股份-季报点评:收入坚韧增长，盈利能力改善》 2023-11-03
- 3 《华帝股份-半年报点评:线上高端占比提升，下沉表现亮眼》 2023-09-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,632.50	1,544.57	1,708.17	2,682.43	2,820.92
应收票据及应收账款	1,576.82	1,251.66	839.47	1,272.57	858.67
预付账款	30.57	31.41	13.91	19.55	5.15
存货	771.13	801.05	348.41	500.27	126.32
其他	668.50	1,396.12	1,076.42	1,036.05	1,165.72
流动资产合计	4,679.52	5,024.81	3,986.38	5,510.87	4,976.78
长期股权投资	3.44	6.30	6.30	6.30	6.30
固定资产	1,281.41	1,294.30	1,225.05	1,154.20	1,081.91
在建工程	61.16	142.28	223.40	304.52	385.64
无形资产	193.64	316.86	301.00	285.13	269.27
其他	471.88	405.77	395.54	385.50	376.78
非流动资产合计	2,011.52	2,165.51	2,151.28	2,135.65	2,119.89
资产总计	6,699.40	7,198.73	6,137.66	7,646.52	7,096.67
短期借款	179.35	50.04	127.00	487.00	487.00
应付票据及应付账款	2,135.94	2,413.99	912.58	1,543.53	269.83
其他	678.01	795.41	955.74	961.56	1,013.32
流动负债合计	2,993.30	3,259.44	1,995.32	2,992.09	1,770.15
长期借款	49.55	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	43.92	30.45	40.68	38.35	36.49
非流动负债合计	93.47	30.45	40.68	38.35	36.49
负债合计	3,294.78	3,508.75	2,036.01	3,030.44	1,806.65
少数股东权益	103.58	45.89	47.32	49.04	51.30
股本	847.65	847.65	847.65	847.65	847.65
资本公积	22.53	22.53	4.45	4.45	4.45
留存收益	2,430.85	2,773.91	3,202.23	3,714.93	4,386.62
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3,404.62	3,689.98	4,101.65	4,616.08	5,290.02
负债和股东权益总计	6,699.40	7,198.73	6,137.66	7,646.52	7,096.67

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	152.34	448.66	642.88	741.66	854.73
折旧摊销	142.38	127.52	96.83	97.36	97.84
财务费用	8.56	6.26	(13.96)	(15.51)	(17.22)
投资损失	(28.94)	(40.70)	(45.10)	(50.10)	(50.10)
营运资金变动	(124.95)	603.36	(660.22)	64.22	(412.08)
其它	245.68	3.93	(329.04)	(27.51)	133.27
经营活动现金流	395.08	1,149.01	(308.62)	810.11	606.45
资本支出	208.92	326.32	82.60	94.10	92.66
长期投资	(7.14)	2.86	0.00	0.00	0.00
其他	123.79	(1,255.46)	532.06	(75.77)	(394.16)
投资活动现金流	325.58	(926.28)	614.66	18.33	(301.50)
债权融资	31.79	(168.50)	90.92	375.53	17.21
股权融资	(84.78)	0.00	(233.36)	(229.73)	(183.66)
其他	2.09	(167.01)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(50.89)	(335.51)	(142.44)	145.80	(166.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	669.76	(112.78)	163.60	974.25	138.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,818.51	6,232.58	6,905.70	7,672.23	8,516.18
营业成本	3,519.29	3,603.72	3,948.73	4,369.39	4,834.69
营业税金及附加	39.49	40.90	45.32	50.35	55.89
销售费用	1,417.07	1,542.15	1,708.70	1,895.30	2,099.52
管理费用	253.38	282.81	311.28	343.53	378.77
研发费用	258.86	247.57	281.21	310.13	339.98
财务费用	(9.91)	(10.42)	(13.96)	(15.51)	(17.22)
资产/信用减值损失	(323.17)	(188.11)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
公允价值变动收益	18.77	(4.17)	(331.20)	(30.00)	130.40
投资净收益	28.94	40.70	45.10	50.10	50.10
其他	468.37	196.02	(406.20)	(115.00)	25.40
营业利润	147.42	481.42	714.52	824.15	949.65
营业外收入	4.93	21.81	5.00	5.00	5.00
营业外支出	6.41	6.94	6.00	6.00	6.00
利润总额	145.95	496.29	713.52	823.15	948.65
所得税	(6.40)	47.63	68.48	79.00	91.05
净利润	152.34	448.66	645.04	744.15	857.60
少数股东损益	9.25	1.50	2.16	2.49	2.87
归属于母公司净利润	143.09	447.15	642.88	741.66	854.73
每股收益（元）	0.17	0.53	0.76	0.87	1.01

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	4.13%	7.12%	10.80%	11.10%	11.00%
营业利润	-35.67%	226.56%	48.42%	15.34%	15.23%
归属于母公司净利润	-30.98%	212.50%	43.77%	15.37%	15.25%
获利能力					
毛利率	39.52%	42.18%	42.82%	43.05%	43.23%
净利率	2.46%	7.17%	9.31%	9.67%	10.04%
ROE	4.33%	12.27%	15.86%	16.24%	16.32%
ROIC	12.38%	41.58%	119.04%	61.00%	74.03%
偿债能力					
资产负债率	49.18%	48.74%	33.17%	39.63%	25.46%
净负债率	-41.14%	-40.43%	-38.48%	-47.50%	-44.07%
流动比率	1.46	1.45	2.00	1.84	2.81
速动比率	1.22	1.22	1.82	1.67	2.74
营运能力					
应收账款周转率	3.66	4.41	6.60	7.27	7.99
存货周转率	6.89	7.93	12.02	18.08	27.18
总资产周转率	0.88	0.90	1.04	1.11	1.16
每股指标（元）					
每股收益	0.17	0.53	0.76	0.87	1.01
每股经营现金流	0.47	1.36	-0.36	0.96	0.72
每股净资产	3.89	4.30	4.78	5.39	6.18
估值比率					
市盈率	41.47	13.27	9.23	8.00	6.94
市净率	1.80	1.63	1.46	1.30	1.13
EV/EBITDA	3.27	2.30	7.14	3.01	2.05
EV/EBIT	3.65	2.55	9.20	3.41	2.25

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com